

石药集团 (01093.HK) 2018 年三季度报点评

业绩基本符合预期 抗肿瘤用药增速提升

2018 年 11 月 21 日

投资要点

- ❖ 公司业绩基本符合市场预期。公司公布 2018Q1-3 业绩，实现收入 158.49 亿港元，同比+41.4%（以人民币口径计+34.3%，下同）；归母净利润 27.34 亿港元，同比+33.8%（+27.1%）；EPS 43.79 港仙，同比+29.7%（+23.3%），若不考虑汇率因素的波动，人民币口径的业绩增长基本符合预期。
- ❖ 成药板块增长强劲，原料药业务增速放缓。公司创新药实现收入 75.43 亿港元，同比+62.1%（+54.4%），人民币口径增速较 2018H1 进一步加快，普药实现收入 48.11 亿港元，同比+36.6%（+29.6%），人民币口径增速较 2018H1 基本持平，总体成药板块经营溢利 26.07 亿港元，同比+26.5%，增速较 2018H1 有所提升。原料药业务增速有所放缓，其中 VC 收入（港元+25.9%）和经营溢利（港元+53.9%）增速较 2018H1 明显下降，预计主要由于价格波动所致，未来在业绩中贡献将持续下降。
- ❖ 预计恩必普全年实现 30%左右增长，欧来宁玄宁持续高增长。子公司恩必普 2018Q1-3 实现收入 35.88 亿港元，同比+38.2%（+31.5%），其中胶囊销售额 16.27 亿港元，同比+23.4%（+17.3%），注射液销售额 19.61 亿港元，同比+53.6%（+46.3%）。公司目前县级医院销售额占比约为 20%左右，未来仍有较大提升空间，同时叠加注射剂型 2017 年进入国家医保和公司销售推广力度的继续加大（2018 年销售人数增长至 1800 人），预计全年恩必普仍将维持 30%左右（人民币口径）收入增长。欧来宁和玄宁继续保持高速增长，同比+73.5%（+65.1%）、+90.6%（+81.2%）。
- ❖ 抗肿瘤业务增速继续提升。公司抗肿瘤产品实现收入 15.34 亿港元，同比+116.4%（+107.0%），较 2018H1 增速继续提升，核心品种中增速均有所加快，其中多美素和津优力实现收入 6.64 亿、5.57 亿港元，同比+82.5%（+74.3%）、+116.8%（+107.5%），克艾力实现收入 1.91 亿港元，放量迅速，预计 2018、2019 年销售额将突破 3 亿、10 亿港元。由于尚未进入全国医保，白蛋白紫杉醇并未纳入首轮国家集中采购名单，产品的降价压力大幅减小。预计抗肿瘤用药将引领公司未来高增长。
- ❖ 研发费用保持高速增长，自研+合作全面开花。公司 2018Q1-3 研发费用 11.00 亿港元，同比+128.5%（+117.6%），增速较上半年进一步提升，预计全年将接近 15 亿港元。目前公司与君实生物在 PD-1 与白蛋白紫杉醇联用的临床已经开展，病人入组速度较快。同时，公司也在积极引进其他在研药物，如 PI3K 蛋白激酶 Copiktra，由于其已在美国上市，未来有望在国内完成小规模桥接试验后即可申报上市，进度有望超出市场预期（最快上市时间预计为 2019 年底）。
- ❖ 风险因素：研发进度低于预期，药品招标降价。
- ❖ 维持“买入”评级。公司核心品种增长稳健，新品种群加速放量。考虑到汇率波动并结合三季度业绩，小幅下调公司 2018-20 年 EPS 预测至 0.59/0.75/0.94（原 0.62/0.82/1.06）港元，参考可比公司估值给予公司 2019 年 32XPE，对应目标价 24.00 港元，维持“买入”评级。

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万港元)	12476	15603	22127	27168	32301
增长率 YoY %	8.67%	25.06%	41.81%	22.78%	18.89%
净利润(百万港元)	2101	2771	3666	4704	5868
增长率 YoY%	26.66%	26.63%	31.87%	28.31%	24.75%
每股收益(港元)	0.34	0.44	0.59	0.75	0.94
毛利率%	51.42%	60.80%	64.85%	67.65%	70.41%
净资产收益率%	20.74%	18.04%	20.23%	22.10%	22.98%
P/E	48	36	28	21	17
P/B	9.92	7	6	5	4
EV/EBITDA	0.00	23	16	12	9

资料来源：中信证券数量化投资分析系统 注：股价为 2018 年 11 月 20 日收盘价，货币单位均为港元



买入（维持）

当前价：17.1 港元

目标价：24.00 港元

中信证券研究部

田加强

电话：021-20262115

邮件：tianjiaqiang@citics.com

执业证书编号：S1010515070002

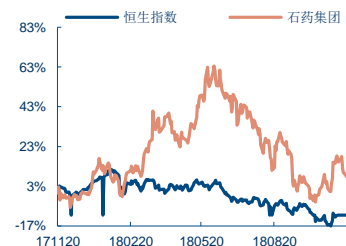
刘泽序

电话：021-20262116

邮件：liuzexu@citics.com

执业证书编号：S1010518060001

相对指数表现



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

主要数据

恒生指数	26227.72 点
总股本/港股流通股	6,238.34/6,238.34 百万股
近 12 月最高/最低价	26.05 港元/14.74 港元
近 1 月绝对涨幅	4.65%
近 6 月绝对涨幅	-27.56%
今年以来绝对涨幅	9.03%
12 个月日均成交额	619.55 百万港元

相关研究

1. 石药集团 (01093.HK) 2018 年中报点评—业绩符合预期，创新药引领高速增长 (2018-08-22)
2. 石药集团 (01093.HK) 2018 年一季报点评—终端销售增长迅猛，汇率和低开转高开提升表现增速 (2018-05-28)

利润表 (百万港元)

指标名称	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	15603	22127	27168	32301
营业成本	6117	7778	8789	9559
毛利率	60.80%	64.85%	67.65%	70.41%
营业开支	5985	9722	12463	15384
营业开支率	38.36%	43.94%	45.87%	47.63%
利息费用	27	80	80	80
利息费用率	0.17%	0.36%	0.29%	0.25%
税前利润	3465	4577	5865	7308
所得税	685	911	1161	1440
所得税率	19.77%	19.90%	19.80%	19.70%
少数股东损益	10	0	0	0
归母净利润	2771	3666	4704	5868
净利率	17.76%	16.57%	17.31%	18.17%
每股收益(港元)	0.44	0.59	0.75	0.94

现金流量表 (百万港元)

指标名称	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	2771	3666	4704	5868
财务费用	27	80	80	80
折旧和摊销	716	830	1045	1325
营运资金变动	1632	2168	1532	1888
其他	-1858	0	0	0
经营现金流	3288	6665	7282	9082
资本支出	-1506	-1600	-2150	-2800
其他	-1781	0	0	0
投资现金流	-3287	-1600	-2150	-2800
债务净增	-151	0	0	0
股本净增	191	0	0	0
股息支付	-783	-1100	-1411	-1760
其他	2374	77	153	230
融资现金流	1631	-1022	-1258	-1530
现金净增加额	1632	4042	3874	4752

资产负债表 (百万港元)

指标名称	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	5163	9205	13079	17830
应收账款及票据	3397	5006	5761	7059
存货	2901	3581	4410	5149
其他流动资产	2174	2175	2535	2542
流动资产	13635	19967	25785	32580
固定资产净值	6663	7256	8160	9414
土地使用权	573	441	642	863
其他长期资产	1245	687	887	1108
非流动资产	7908	7943	9047	10522
资产总计	21543	27910	34832	43102
应付账款及票据	1554	1602	2061	2095
短期借贷	927	0	0	0
其他流动负债	3278	3355	3307	3429
流动负债	5760	4956	5368	5524
长期借贷	60	60	60	60
其他非流动负债	316	466	524	638
非流动性负债	375	526	583	698
负债合计	6135	5482	5951	6222
股本	12922	12922	12922	12922
储备	2624	5190	8483	12591
股东权益合计	15322	18056	21211	25468
少数股东权益	85	70	70	70
负债股东权益总计	21543	27910	34832	43102

主要财务指标

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
增长率 (%)				
营业收入	25.06%	41.81%	22.78%	18.89%
营业利润	31.14%	32.14%	27.85%	24.38%
净利润	31.53%	31.87%	28.31%	24.75%
利润率 (%)				
毛利率	60.80%	64.85%	67.65%	70.41%
EBIT Margin	22.38%	21.05%	21.88%	22.87%
EBITDA Margin	26.97%	24.80%	25.73%	26.98%
净利率	17.92%	16.78%	17.48%	18.31%
回报率 (%)				
净资产收益率	18.04%	20.23%	22.10%	22.98%
总资产收益率	12.90%	13.14%	13.51%	13.61%
其他 (%)				
资产负债率	28.48%	19.64%	17.09%	14.43%
所得税率	19.77%	19.90%	19.80%	19.70%
分红率	28.25%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH11994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。